

炒货龙头转身休闲食品生力军

洽洽食品深度分析报告

报告关键点:

- 公司处于战略转型期由炒货行业向休闲食品扩张
- 薯片是转型关键产品, 2011年收入快速增长
- 炒货市占率受益产能释放将逐步提升, 炒货产业链升级也可期待
- 下半年是销售旺季, 预计原料成本趋降、毛利率回升

报告摘要:

- **洽洽食品进入战略转型期。**洽洽食品是坚果炒货行业的龙头公司, 葵花子等炒货的销售规模和市场占有率均位居行业第一, “洽洽”品牌也是炒货行业第一品牌。公司上市后进行了重大战略升级, 从坚果炒货升级至休闲食品。同时, 公司坚果炒货业务走向产业链升级, 控制上游资源和产品结构高端化。我们看好洽洽食品在战略升级中的投资机会。
- **薯片快速增长依赖渠道弹性扩张。**薯片是公司正式进入休闲食品的第一款战略产品, 薯片从2010年下半年开始运作, 2010年取得收入7587万元, 2011年上半年取得收入1.4亿元, 预计薯片全年收入可接近5亿元。薯片业务实现快速增长依赖洽洽的渠道弹性。洽洽目前的经销商平均销售规模仅是同行业好丽友渠道平均销售规模的50%。我们认为通过新产品的上市和渠道的精耕细作, 洽洽的渠道弹性将充分释放, 驱动新品上量。
- **薯片业务盈利短期受限成本压力。**薯粉原料价格上涨造成薯片业务2010年毛利率仅15.2%, 2011年上半年薯粉价格有所下降但仍处于高位, 上半年薯片毛利率16.5%。预计下半年进入北半球马铃薯收获季, 薯粉原料价格将会下降, 薯片业务毛利率将回升, 预计2012年薯片业务规模效应带来盈利水平改善也更加显著。
- **炒货业务产业链升级和产品结构高端化。**公司3月对炒货产品提价, 提价幅度约8%, 提价后遇上销售淡季, 预计提价效应在下半年将兑现。公司炒货新增产能未来2年将逐步释放, 公司的炒货市场占有率将继续提升。公司还计划向上延伸炒货产业链, 通过增加自有原料基地, 平抑原料部分成本的波动, 利用优质原料增加高端产品葵珍销量, 使得产品结构高端化, 炒货毛利率会呈上升趋势。
- **公司盈利预测和估值。**预计公司2011年实现销售收入30.7亿元, 净利润2亿元, 全面摊薄后的EPS为0.77元, 对应11年动态PE为33.8倍。我们看好公司战略升级前景, 薯片运作模式成熟后具备的可复制性, 估值可给溢价。公司未来还可能控制上游资源做产业链整合者, 或者采取并购的外延扩展成长路径。
- **风险提示:** 1、市场竞争加剧, 收入增长低于预期的风险; 2、原料成本价格持续高位, 毛利率下滑的风险; 3、炒货行业食品安全的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,649.3	2,143.8	3,066.7	4,046.8	4,999.7
Growth(%)	-18.6%	30.0%	43.0%	32.0%	23.5%
净利润	101.3	152.1	200.5	298.8	413.1
Growth(%)	-2.6%	50.1%	31.8%	49.0%	38.3%
毛利率(%)	28.0%	27.3%	26.9%	27.7%	29.0%
净利润率(%)	6.1%	7.1%	6.5%	7.4%	8.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.59	0.77	1.15	1.59
每股净资产(元)			9.52	10.40	11.49
市盈率	66.7	44.1	33.8	22.6	16.4
市净率			2.67	2.43	2.18
净资产收益率(%)	25.9%	28.2%	8.5%	11.4%	14.2%
ROIC(%)	31.8%	44.2%	37.2%	30.1%	32.6%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率					

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

40.00 元

期限:

6 个月 上次预测:

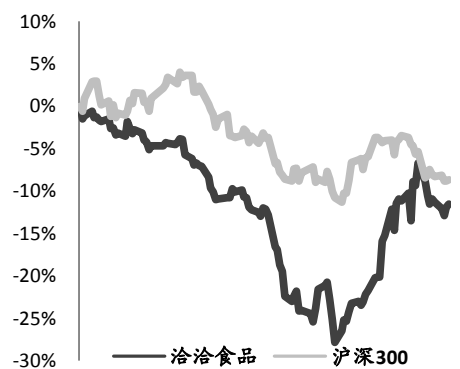
现价 (2011 年 08 月 05 日): 33.18 元

报告日期:

2011-08-07

总市值(百万元)	6,764.00
流通市值(百万元)	1,674.64
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	49.52
12 个月最低/最高	27.51/40.00 元
十大流通股东(%)	25.66%
股东户数	36,797

上市后股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.07	4.57	(14.43)
绝对收益	10.89	(0.82)	(11.51)

李铁

010-66581633
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

报告联系人

徐昊

010-66581748

xuhao1@essence.com.cn

前期研究成果

洽洽食品: 炒货行业的领军企业

2011-02-16

目 录

1. 洽洽食品上市后的战略升级.....	4
1.1. 炒货龙头公司向休闲食品领域进军.....	4
1.2. 食品饮料行业龙头公司的多元产品成长共性.....	4
2. 休闲食品将成为新的业绩增长点.....	6
2.1. 新品快速增长依赖渠道弹性扩张.....	6
2.2. 洽洽的渠道弹性还未完全释放.....	8
2.3. 短期薯片盈利受制成本波动影响.....	9
2.4. 休闲食品产品储备丰富.....	10
3. 传统炒货业务继续做大做强.....	11
3.1. 产业链升级，控制原料资源和产品结构优化.....	11
3.2. 新产能释放，炒货市占率逐步提升.....	12
4. 启用新标识、渠道下沉助力战略升级.....	14
4.1. 启用新标识扩展品牌内涵.....	14
4.2. 县乡渠道持续下沉.....	14
5. 公司盈利预测与估值	15
5.1. 洽洽食品的盈利预测.....	15
5.2. 洽洽食品估值比较.....	16

图目录

图 1 洽洽食品主要产品.....	4
图 2 中国旺旺 2010 年收入结构.....	5
图 3 康师傅 2010 年收入结构.....	5
图 4 旺旺集团收入在不同战略阶段增速不同（亿元人民币）.....	5
图 5 旺旺集团产品线分布.....	6
图 6 旺旺集团成熟的品牌结构.....	6
图 7 好丽友中国收入增长（亿元人民币）.....	7
图 8 好丽友中国市场渠道扩张.....	7
图 9 康师傅中国市场的渠道扩张.....	7
图 10 好丽友经销商平均销售规模（万元）.....	7
图 11 康师傅经销商平均销售规模（万元）.....	7
图 12 洽洽食品、康师傅、好丽友渠道现状比较.....	8
图 13 国内马铃薯淀粉价格走势（元/吨）.....	9
图 14 2010 年至 2011 年 5 月进口马铃薯粉价格指数.....	9
图 15 中国马铃薯播种面积和产量.....	10
图 16 2009 年中国马铃薯播种面积前 6 大省份（万亩）.....	10
图 17 国际葵花籽现货价格上涨（美元/吨）.....	11
图 18 国内葵花籽一年价格走势（元/吨）.....	11
图 19 中国向日葵播种面积（万亩）.....	11
图 20 2009 年全国向日葵播种面积比例.....	11
图 21 集团农业公司销售收入（万元）.....	12
图 22 洽洽食品原料采购金额和原料成本占比.....	12
图 23 炒货行业市场规模和公司市场份额.....	13
图 24 洽洽食品主要市场增速.....	13
图 25 洽洽食品全国产能分布.....	13
图 26 洽洽食品广告促销费用和占比（亿元）.....	14
图 27 洽洽食品品牌标识演变路径.....	14
图 28 江苏卫视投放喀吱脆广告.....	14
图 29 湖南卫视投放凉茶瓜子广告.....	14

表目录

表 1 2010 年中国坚果炒货行业 20 强（排名不分先后）.....	4
表 2 全球快速消费品龙头公司业务格局.....	5
表 3 洽洽食品渠道弹性敏感性分析.....	9
表 4 洽洽食品和好丽友单品数量比较.....	10
表 5 洽洽食品收入预测表.....	15
表 6 洽洽食品相对估值法的估值对比表.....	16

1. 洽洽食品上市后的战略升级

1.1. 炒货龙头公司向休闲食品领域进军

洽洽食品成立于 2001 年, 10 年间公司已经成长为坚果炒货行业的绝对龙头公司。2010 年实现销售收入 21 亿元, 在炒货市场占有率第一, 并且市场占有率远远领先行业内的竞争对手。公司于 2011 年上市, 是目前坚果炒货行业唯一一家上市公司。

表 1 2010 年中国坚果炒货行业 20 强 (排名不分先后)

公司名称	公司名称
洽洽食品股份有限公司	四川徽记食品产业有限公司
河北栗源食品有限公司	上海天喔食品有限公司
浙江大好大食品有限公司	宁波恒康食品有限公司
安徽真心食品有限公司	咸阳市彩虹商贸食品有限公司
上海三明食品有限公司	江苏阿里山食品有限公司
兰州正林农垦食品有限公司	湖南嗑得响食品有限公司
湖南亚林食品有限公司	杭州姚生记食品有限公司
浙江华隆食品有限公司	南京含羞草食品有限公司
福建百联食品有限公司	宁夏厚生记食品有限公司
福建百联食品有限公司	安徽詹氏食品有限公司

数据来源: 中国食品工业协会坚果炒货分会、安信证券研究中心

公司在上市后重新确立了战略方向: 由炒货行业向休闲食品行业扩张。我们认为公司目前已经具备战略升级基础条件: “洽洽” 品牌影响、全国销售渠道网络以及新品研发能力。2011 年将是公司战略升级年, 未来公司业绩增长将体现在两个方向:

- ◆ 扩张产品线, 推出休闲食品新产品, 挖掘现有渠道收入弹性, 同时扩展渠道数量、县乡渠道做下沉, 推动新的收入快速增长
- ◆ 传统炒货业务做产业链升级, 产业链向上延伸至原料种植环节平抑原料价格波动, 同时解决高端炒货原料瓶颈增加高端产品销量, 原料自供比例上升和产品结构升级将推升炒货业务毛利率

图 1 洽洽食品主要产品



数据来源: 洽洽食品网站、安信证券研究中心

1.2. 食品饮料行业龙头公司的多元产品成长共性

环顾全球快消品龙头公司的历史, 大体上呈现相似的发展路径: 由最初的产品生产经销商, 发展为产品研发者和渠道运营商, 进而升级至品牌、文化传播商。具体到全球龙头公司产品结构层面上, 也呈现了非常强共性: 产品结构多元化。我们理解的产品结构多元化是指产品在消费属性上无明显替代关系: 如雀巢的速溶咖啡和雀巢奶粉、

婴幼儿食品，百事的可乐和乐事薯片。雀巢的速溶咖啡来自公司内部研发，而百事的薯片业务来自与菲多利（Frito-Lay）重组，产品结构多元化的渠道也不单一。

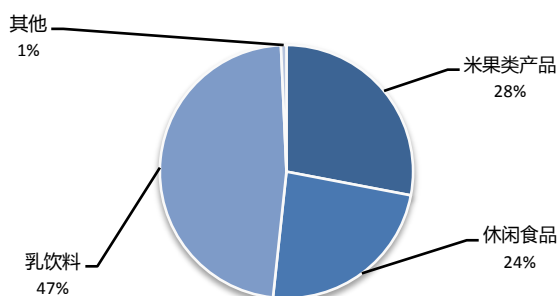
表 2 全球快速消费品龙头公司业务格局

公司名称	2010 年收入	创业产品	产品结构
雀巢	1368 亿美元	婴儿食品	速溶咖啡、乳制品、休闲食品、婴儿食品
联合利华	636 亿美元	香皂	日化用品、调味品、休闲食品、冷饮制品
百事可乐	432 亿美元	百事可乐饮料	百事可乐、果汁饮料、薯片、休闲食品

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

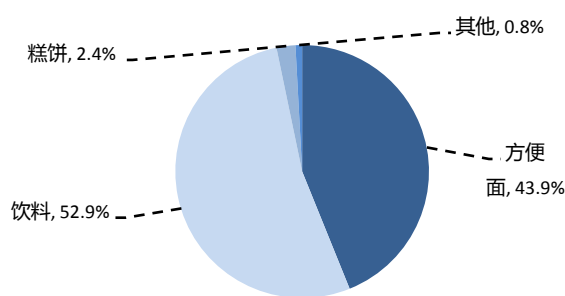
国内消费市场的龙头企业，尤其是大众消费品公司，也具备产品多元化特征，例如旺旺、康师傅、统一、好丽友等。康师傅 2010 年实现收入约 451 亿人民币，方便收入占比 43.9%，而饮料收入占比达 52.9%，而在 1999 年康师傅收入结构中方便面收入占比 75%，饮料收入占比 10%。康师傅也用了 10 年的时间完成了战略升级，收入规模由 50 亿元人民币增长至 451 亿元。

图 2 中国旺旺 2010 年收入结构



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

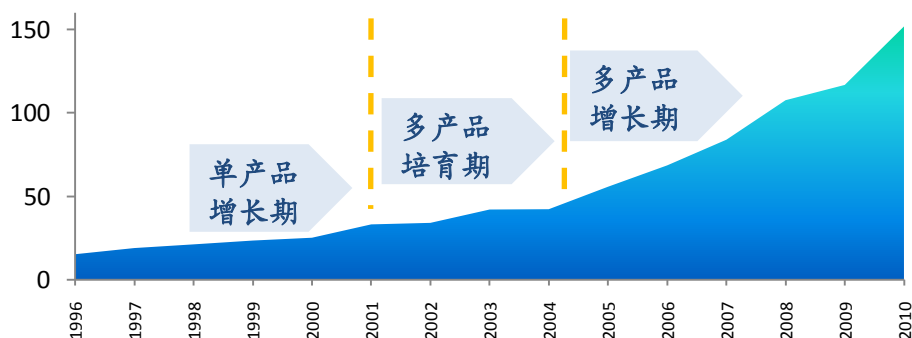
图 3 康师傅 2010 年收入结构



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

国内休闲食品行业的龙头企业旺旺食品在发展过程中也经历了重要的战略升级。2001 年旺旺在中国增长依赖米果类产品增长，2001 年至 2004 年公司开始培育乳制品和膨化休闲食品。2005 年后米果、乳制品和休闲食品同步进入高速增长期。旺旺的发展大致可以划分成三个阶段，2001 年以前的中国市场进入期，2001 年至 2004 年的多产品培育期，2005 年后的多产品全面增长期。旺旺收入在 2005 年至 2010 年增速远超 2004 年以前，收入规模的扩张主要在这一阶段实现。

图 4 旺旺集团三个阶段收入增长趋势（亿元人民币）



数据来源：中国旺旺食品、安信证券研究中心

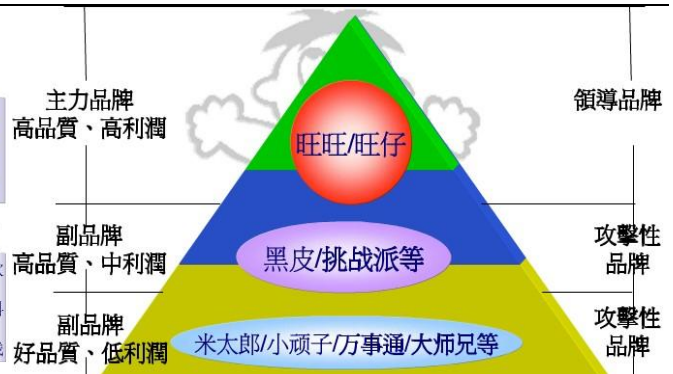
对比旺旺的产品和品牌结构，旺旺是在多元产品结构的基础上建立了金字塔型的品牌层级结构。但洽洽食品目前的产品线仍然是平行结构，还没有在多产品线之上建立起品牌层级结构。产品线丰富之后，建立品牌层级结构也是公司的未来的战略方向。

图 5 旺旺集团产品线分布



数据来源：中国旺旺公司年报、安信证券研究中心

图 6 旺旺集团成熟的品牌结构



数据来源：中国旺旺公司年报、安信证券研究中心

2. 休闲食品将成为新的业绩增长点

公司于 2010 年下半年开始尝试运作薯片产品，推出了洽洽薯片“喀吱脆”，2010 年实现了 7587 万的销售收入，薯片在 2011 年上半年实现 1.4 亿元收入。我们认为下半年随着薯片业务推广的深入，收入增长预期好于上半年，我们保守预计全年薯片业务实现收入 4.5 亿元-5 亿元。

我们判断 2011 年至 2012 年是薯片业务的收入成长期，薯片业务对公司业绩增厚在 2012 年可以充分体现。薯片业务运作的成功表明公司产品战略升级的成功，未来公司还将考虑按照薯片业务运作的成熟模式，运作其他品类产品。

2.1. 新品快速增长依赖渠道弹性扩张

同为休闲食品行业优质公司好丽友成长路径与洽洽食品更为接近。好丽友的派在 1997 年进入中国市场，2001 年好丽友派在中国实现收入 1.4 亿元，随后公司运作了饼干、口香糖和薯片等休闲食品，2010 年好丽友中国市场收入超过 30 亿元，2001 年后的收入复合增长率高达 40.6%。好丽友在中国市场的成长路径可以划分为三个阶段，每一阶段的产品升级步骤非常清晰：

- ◆ 2001 年至 2004 年：在派类食品的细分行业快速成长为行业龙头，拥有绝对高的市占率和品牌知名度，派类业务的复合增长率 25.1%；
- ◆ 2005 年至 2007 年：开始运作口香糖和饼干产品，口香糖复合增长率 71.5%、饼干复合增长率 157.6%；
- ◆ 2008 年至 2010 年：进入薯片市场，薯片收入增长至 7.4 亿元，薯片等休闲食品复合增长率 219.7%。

我们认为好丽友在中国的高速成长说明两点：1）国内目前的消费市场环境下，休闲食品虽然已经是蓝海市场，但利用好渠道和品牌优势，仍可实现相快速成长；2）快消品公司选择产品线横向扩张的战略，在现阶段中国的消费市场环境下可以取得成功。

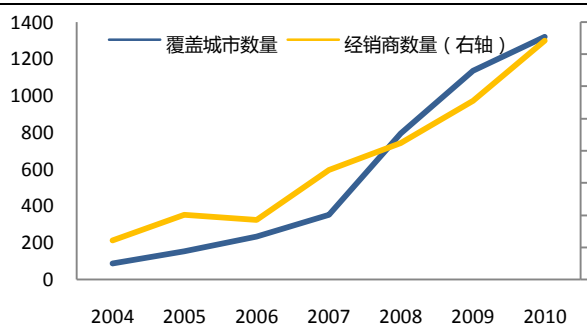
图 7 好丽友中国收入增长（亿元人民币）



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

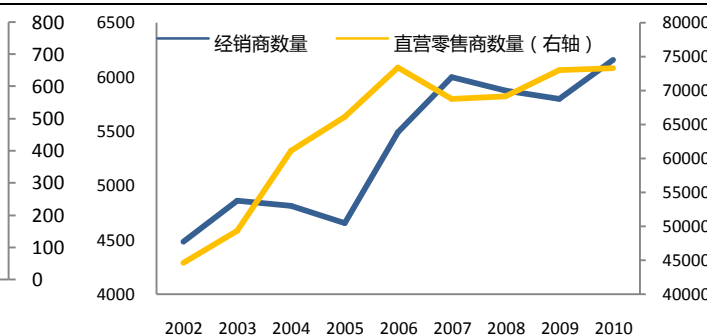
我们认为驱动康师傅和好丽友收入增长的因素除了品牌影响力外，渠道发挥了更重要的作用。康师傅和好丽友的渠道数量在近 10 年内呈现稳步增长的趋势：2010 年康师傅经销商数量达到 6155 家，是 2002 年经销商数量的 1.37 倍，康师傅 2010 年拥有 7.3 万家零售终端，是 2002 年数量的 1.64 倍。2010 年好丽友覆盖全国 1320 个城市地区，是 2004 年的 15.5 倍，全国经销商数量 742 个，是 2004 年的 6.1 倍。

图 8 好丽友中国市场渠道扩张



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

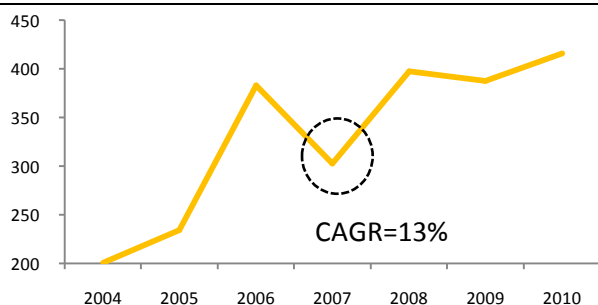
图 9 康师傅中国市场的渠道扩张



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

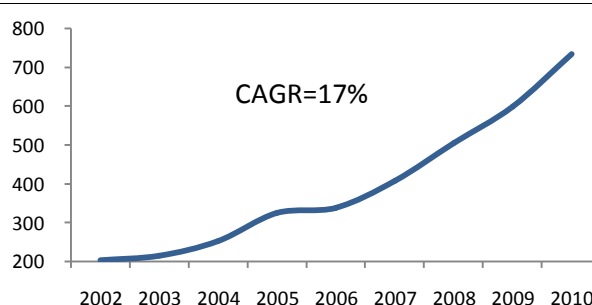
但我们比较康师傅和好丽友收入增长倍数可以发现，收入增长远远超过两家公司渠道数量扩张，我们认为两家公司在渠道方面具备相同的属性：渠道的可扩张性，即渠道具备弹性。康师傅 2002 年的经销商的平均年销售规模约为 203 万元，2010 年平均销售规模达到 734 万元，好丽友 2004 年经销商平均销售规模为 200 万元，2010 年平均销售规模达到 416 万元。

图 10 好丽友经销商平均销售规模（万元）



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

图 11 康师傅经销商平均销售规模（万元）



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

康师傅的经销商平均销售规模增长曲线表现比较平滑，说明康师傅的经销商销售规模是呈稳定增长的趋势。好丽友经销商销售规模曲线在 2007 年出现了向下的趋势，主

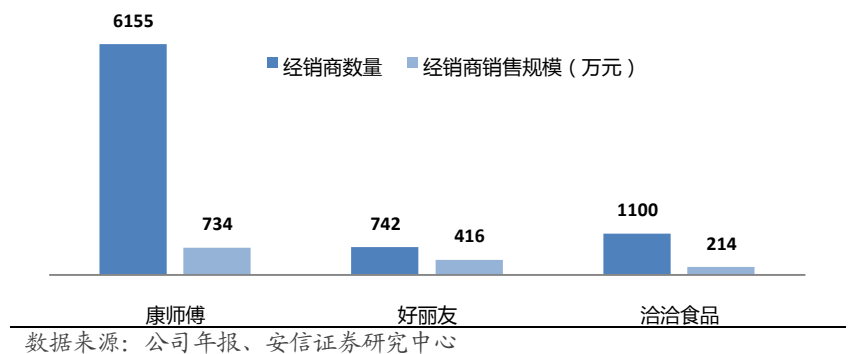
要是因为公司在 2007 年大量引入新的经销商，2008 年后经销商销售规模继续增长。

2.2. 洽洽的渠道弹性还未完全释放

洽洽的渠道领先于炒货行业内竞争对手，并已经形成渠道规模优势。洽洽的渠道策略是通过与经销商形成利益一致人来促使经销商做市场推广和终端维护。洽洽的经销商大部分是和公司长期合作的，经销商规模的扩张几乎和公司规模扩张同步。与经销商的长期合作使得公司的渠道弹性具备了释放的基础。

洽洽食品目前已经建立覆盖全国的销售网络，公司将全国市场划分为 21 个片区，设置 117 家办事处，管理 1100 家经销商，并且直接给 4 家大型零售商供货。公司 2010 年实现销售收入 21.4 亿元，如果假设有效经销商数量为 1000 家，则 2010 年公司经销商的平均销售规模约为 214 万元。与康师傅 2010 年经销商 734 万的销售规模和好丽友经销商 416 万的销售规模相比，洽洽的经销商规模偏小。但康师傅的产品结构中有饮料等流转快的产品自然销售规模较大，而好丽友的产品特点与公司相近，因此好丽友渠道数据有参考意义。我们认为洽洽经销商的渠道弹性还未充分释放。

图 12 洽洽食品、康师傅、好丽友渠道现状比较



渠道弹性释放的过程是经销商和公司共同成长的过程，这一特点在康师傅和好丽友的案例上已经充分体现。我们认为刺激渠道弹性有效释放的因素有：1) 渠道新产品的投放；2) 渠道精细化管理；3) 与消费者更好的沟通。我看到公司近期已经在这三方面有显著改进：

- ◆渠道内新产品投放——第一代薯片“喀吱脆”，第二代薯片“脆脆熊”，第三代薯片在研之中
- ◆渠道精细化管理——更新管理信息系统、增加营销人员至 1600 人以上、渠道向县乡市场下沉
- ◆与消费者更好沟通——更换新标识提升品牌形象、坚持娱乐营销路线

好丽友 2004 年开始运作口香糖和饼干的业务时，派类业务的收入规模仅 2.2 亿元，全国经销商的数量仅 121 家，经销商平均销售规模 201 万元。好丽友 2006 年开始运作薯片等休闲食品时经销商数量也仅仅 185 家，派、口香糖和饼干当年收入合计 7 亿元，经销商平均销售规模 383 万元。

我们认为洽洽食品现在选择进入薯片市场的基础条件要好于好丽友 2004 年运作口香糖和饼干业务时的情况。洽洽食品拥有更庞大的经销商队伍和更强健的销售网络，虽然薯片市场已经是红海，但我们认为凭借公司销售网络的优势，薯片的快速增长可以期待。

好丽友的产品结构和销售规模与洽洽食品较为相似，未来洽洽食品的渠道平均年销售

规模有可能达到或接近好丽友目前经销商平均销售规模，即洽洽食品的经销商销售规模实现翻倍增长的可能性存在。考虑到公司目前的经销商数量未来也会增长，我们认为洽洽食品对应的潜在销售规模可以达到 50 亿元以上。

表 3 洽洽食品渠道弹性敏感性分析

假设经销商数量（个）	1100	1200	1300	1400	1500
平均年销售规模（万元）	270	320	370	420	470
预计销售规模（亿元）	30	38	48	59	71

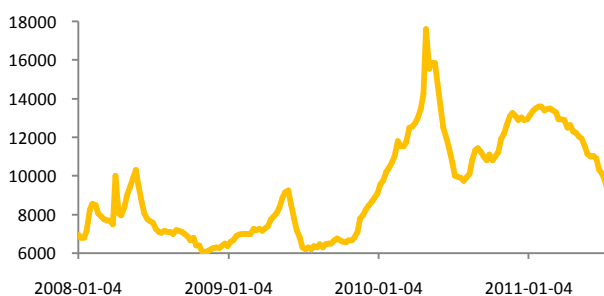
数据来源：公司年报、安信证券研究中心

2.3. 短期薯片盈利受制成本波动影响

公司 2010 年和 2011 年上半年薯片业务的毛利率分别为 15% 和 16.5%，远低于公司产品设计的毛利率，主要原因是原料马铃薯价格大幅上升。2008 年至 2009 年国内马铃薯淀粉的平均价格为 7349 元/吨，2010 年马铃薯淀粉平均销售价格上升至 11965 元/吨，2011 年上半年马铃薯淀粉的平均价格在 12208 元/吨。但 2011 年 3 月后马铃薯淀粉价格出现明显下跌，7 月国内报价达到 9200-9500 元/吨。

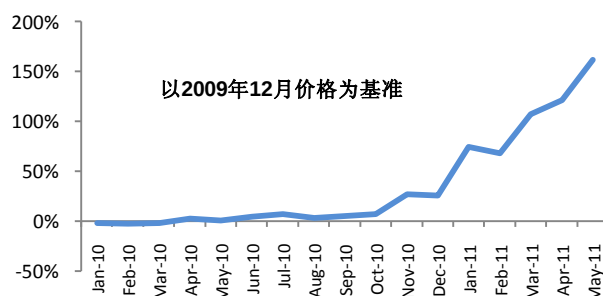
公司目前薯片主要使用进口原料，进口马铃薯粉的价格也出现了大幅上涨，2011 年 5 月进口马铃薯粉平均价格比 2010 年同期上涨超过 150%。我们判断 2010 年至今的马铃薯粉价格上涨原因是马铃薯原料的全球性减产和通胀因素的共同驱动。但马铃薯原料价格自 2 月以来出现显著下跌，8 月全国马铃薯价格约 1947 元/吨，同比上涨 6.5%，但比年内高点价格下跌 20%。预计 9 月后北半球马铃薯进入收获季节后，价格将有明显回落。下半年原料价格的下降将显著提升毛利水平。

图 13 国内马铃薯淀粉价格走势（元/吨）



数据来源：农业部、安信证券研究中心

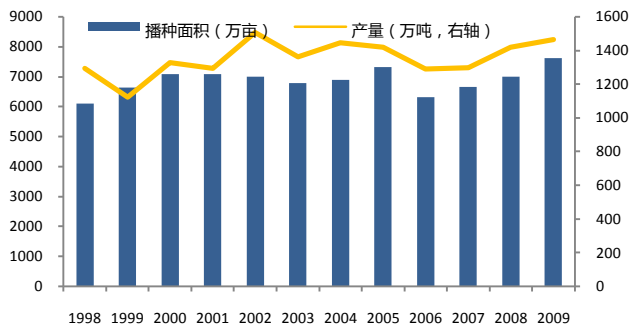
图 14 2010 年至 2011 年 5 月进口马铃薯粉价格指数



数据来源：海关总署、安信证券研究中心

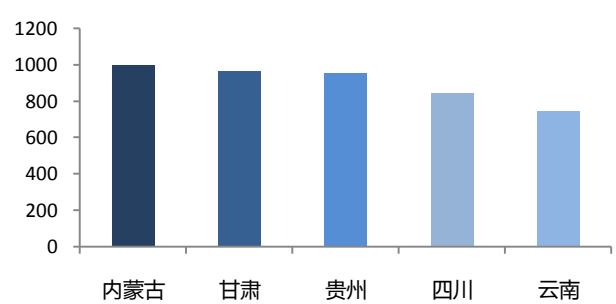
公司目前还在第一代薯片“喀吱脆”的基础上推出第二代薯片产品“脆脆熊”，第二代产品的设计毛利率高于一代产品，我们认为“脆脆熊”销量的上升也会带来薯片业务毛利率的结构性提升。

图 15 中国马铃薯播种面积和产量



数据来源：农业部、安信证券研究中心

图 16 2009 年中国马铃薯播种面积前 6 大省份 (万亩)



数据来源：农业部、安信证券研究中心

中国是全球马铃薯种植面积最大的国家，但国内马铃薯种植的品种繁杂，马铃薯的品质参差不齐，因此公司没有使用国内原料。但公司也在国内积极寻找优质的马铃薯原料基地，通过与国内优质原料生产基地的合作来完成国产原料对进口原料的替代。国内目前马铃薯种植面积最大的两个地区是内蒙古和甘肃，同时也是公司葵花子原料的采购地，原料的同区采购可带来协同效应，采购成本也可降低。

2.4. 休闲食品产品储备丰富

公司能够在炒货行业迅速成长的原因之一是在传统炒货产品上走出了差异化：1）葵花子改炒为煮；2）采用牛皮纸袋的差异化包装；3）包装袋内附送文化卡片，提升产品整体形象。我们认为差异化的产品来自公司核心技术人员长期积累，公司近三年研发人员数量不断增长。

作为食品行业公司，还重视专用设备的研发。公司通过内部研发形成了成熟“瓜子煮制”的工业化生产流程，“炒货”手工生产的过程基本被工业化流水线生产替代。目前的生产设备已经改进至第 11 代，技术水平相对成熟。工业化生产的传统炒货产品可以有效保证生产过程中产品质量安全。工业化的生产流程也使得劳动力的成本下降。

表 4 洽洽食品和好丽友单品数量比较

洽洽食品产品分类和单品数量			
产品种类	单品数量	产品种类	单品数量
葵花籽	8	西瓜子	4
其他瓜子	4	高档坚果	13
花生产品	2	豆类	3
烘焙产品	6		
好丽友产品分类和单品数量			
产品种类	单品数量	产品种类	单品数量
派类	9	膨化食品	14
口香糖	5	饼干	5

数据来源：好丽友、洽洽食品网站、安信证券研究中心

从公司战略升级角度看，公司需要不断推出新品类的休闲食品，同时还要对原有产品升级。曾经是炒货行业龙头公司的正林近几年的消沉于其产品结构老化、品牌老化、消费群体老化有关。食品饮料行业尤其是休闲食品公司面对的消费者需求多元化，因此也要求公司产品有多元化的能力。在薯片业务运作成功后了，公司会按照薯片业务运作模式复制到其他产品上，但研发出市场差异化产品仍然是基础条件。

公司拥有完善的产品研发体系，公司成立了安徽洽洽产品设计研究院，负责技术研发

工作，并以该设计院为主体建设了“安徽省企业技术中心”、“安徽省休闲食品工程技术研究中心”、“合肥是坚果炒货工程技术研究中心”，目前公司正在申报“国家级企业技术中心”。公司的新品研发也已突破传统炒货领域，适应休闲食品行业新品的开拓的需要。

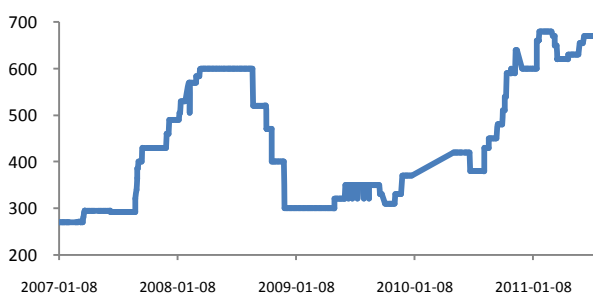
3. 传统炒货业务继续做大做强

3.1. 产业链升级，控制原料资源和产品结构优化

公司目前葵花子产能规模是全国第一，对葵花子原料需求量较大。公司原料主要采购自国内葵花种植基地的内蒙古、新疆和黑龙江等省。上半年公司葵花子业务毛利率同比下降了 4 个百分点，毛利率下降的原因是原料和包材价格上涨。

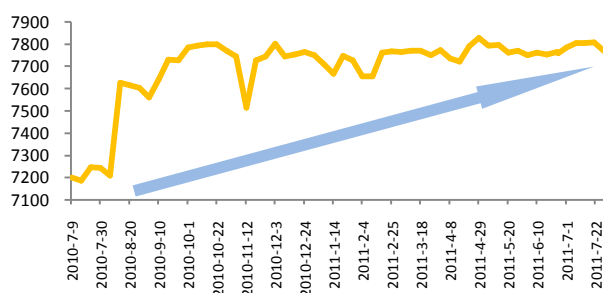
2010 年下半年全球和国内葵花籽价格出现了上涨，2011 年 8 月初国内葵花子现货价格约 7734 元/吨，同比上涨 7.3%。而公司 2010 年葵花籽原料采购均价仅 6969 元/吨，今年上半年葵花籽价格始终维持在 7700 元/吨以上，公司葵花籽原料成本总体上涨超过 10%。

图 17 国际葵花籽现货价格上涨（美元/吨）



数据来源：USDA、安信证券研究中心

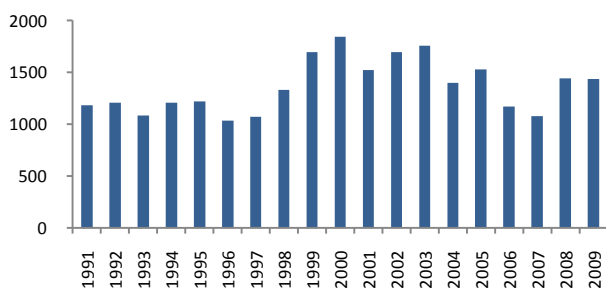
图 18 国内葵花籽一年价格走势（元/吨）



数据来源：农业部、安信证券研究中心

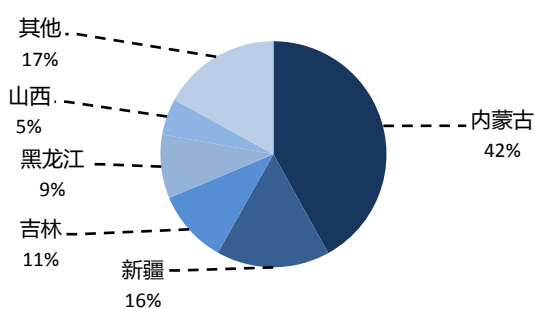
据分析机构 Informa 经济公司预计，2011/12 年度全球葵花籽播种面积可能达到 2380 万公顷，2010/11 年年的播种面积为 2260 万公顷。2011/12 年度全球葵花籽产量有望达到 3310 万吨，2010 年为 3080 万吨，同比有 7.5% 的增长。我们预计 2010 年下半年开始的全球葵花籽价格可能出现向下的拐点。

图 19 中国向日葵播种面积（万亩）



数据来源：农业部、安信证券研究中心

图 20 2009 年全国向日葵播种面积比例



数据来源：农业部、安信证券研究中心

2002 年以来，美国葵花籽（简称美葵）为主的杂交葵花籽，以其高产受到国内葵农的青睐，美葵种植面积迅速上升，目前美葵播种面积已占国内食葵总种植面积近 60%。美葵皮厚、不好剥壳，但产量水平高，而国葵皮薄，好剥壳，营养丰富，但产量较低。

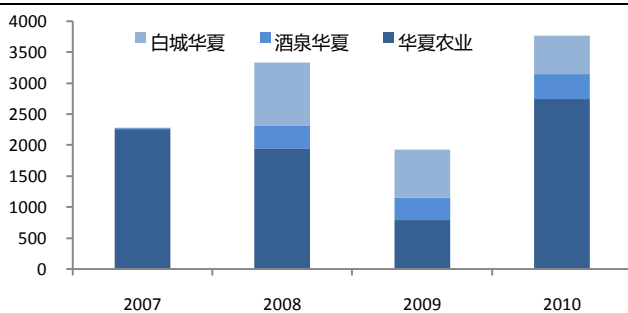
农户单纯追求产量最大化的目的导致近年来国内葵花子口感和质量呈现下降趋势。

公司葵花子业务目前面临最大的瓶颈在于原料瓶颈：1）原料收购价格波动剧烈，导致毛利率不稳定；2）品种不佳，导致原料质量略有下降趋势。公司正在考虑利用部分超募资金将炒货业务的产业链升级——产业链向上延伸建立自控的原料基地，同时利用自产优质原料做产品升级。公司初步计划将原料生产基地设置在内蒙古地区，地理上靠近公司新建的内蒙古选料基地，原料种植基地建成后将和原料存储基地形成良好的协同效应。但短期来看，原料基地对业绩贡献并不显著。

公司控股股东华泰集团旗下有三家农业公司，华夏农业、酒泉华夏和白城华夏。华夏农业和酒泉华夏目前从事的业务主要为葵花种子的销售，白城华夏从事葵花种子和水稻种子的销售。集团拥有优质的葵花种子资源，未来公司可以形成从良种至终端产品的葵花子完整产业链。

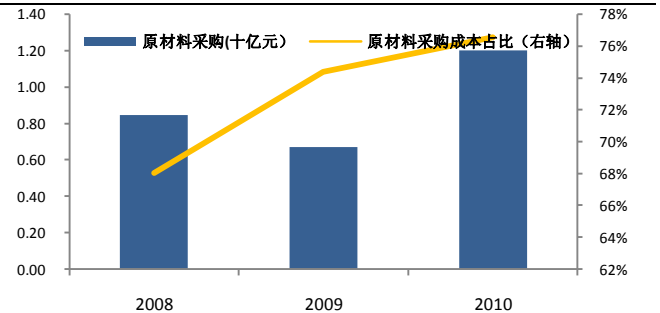
公司葵花子的高端产品葵珍 2010 年的销售收入没有突破亿元，主要是产品原料要求较高，原料瓶颈限制了销量增长。我们认为未来公司自控原料基地建成后，葵珍的原料瓶颈将得到解决。葵珍定位高端产品，毛利率远高于普通产品，葵珍上量将会显著提升葵花子业务的毛利率。

图 21 集团农业公司销售收入（万元）



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 22 洽洽食品原料采购金额和原料成本占比



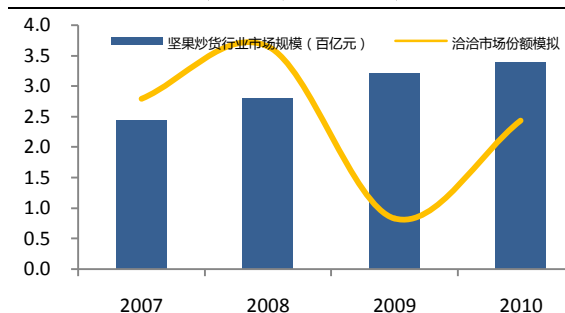
数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

3.2. 新产能释放，炒货市占率逐步提升

2009 年坚果炒货行业销售 500 万元以上企业的销售规模约 280 亿元，规模以上企业销售规模 322 亿元，而全行业规模预计在 600-700 亿元。根据中国食品工业协会坚果炒货专业委员会发布的信息显示，2010 年坚果炒货行业销售额达到 725 亿元（包括作坊产能的估计），从业人数达到 12.4 万人。

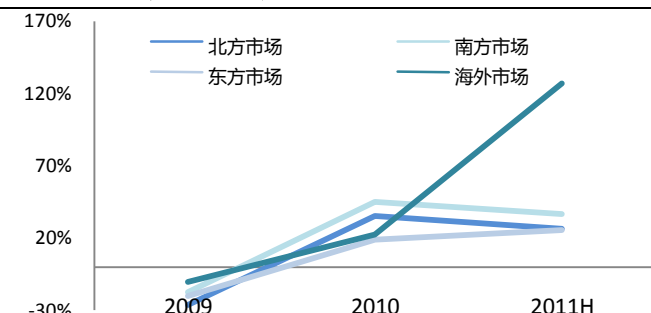
国内坚果炒货行业平均销售规模仅 8400 万元，行业格局非常分散。洽洽食品是行业内收入规模最大的公司，按照规模以上企业的市场统计，洽洽食品 2010 年的炒货市场份额也仅占 6.3%。我们认为洽洽食品作为行业的龙头公司未来在国内炒货市场仍有成长空间。我们看好公司在国内炒货市场产能释放后的市场份额的提升。

图 23 炒货行业市场规模和公司市场份额



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

图 24 洽洽食品主要市场增速



数据来源：公司招股说明书、公司中报、安信证券研究中心

坚果炒货行业是传统行业，最初的模式以家庭作坊形式为主，家庭作坊的模式在食品安全方面存在的隐患。2008年，公司牵头起草制定了坚果炒货行业的国家标准——《坚果炒货食品通则》，2008年7月通过国家标准化管理委员会批准并于2009年1月1日起在国内开始实施。对食品行业安全的监管的趋严已是大势所趋，行业监管环境的改变会有利行业内规模化企业成长。

图 25 洽洽食品全国产能分布



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

公司销售网络已经完成全国的布局，产能主要集中在合肥，合肥生产基地的葵花子产能占比 50%，非葵花子产能占比 100%。原料采购地多在北方的内蒙、黑龙江和新疆等地区，带来“逆物流”的问题。本次 IPO 新增的产能合肥改造项目外，黑龙江将增加 5.4 万吨炒货产能，在内蒙古建立 2.5 万吨的原料风选储存基地。黑龙江产能和内蒙原料仓储产能建设的意义在于靠近葵花子原料产地，同时也靠近东北的销售市场，可以解决“逆物流”的问题，降低物流成本。

炒货产品在国际市场也有增长空间，并且海外市场盈利水平高于国内市场。东南亚地区受中华文化影响，有传统炒货食用的习惯，而中东地区则是增长潜力较大的市场。公司 2010 年海外市场收入 6871 万元，2011 年上半年海外市场收入 6750 万元，同比增长 127%。“洽洽”已经成功国内炒货第一品牌，新产能的逐步释放也会驱动海外市

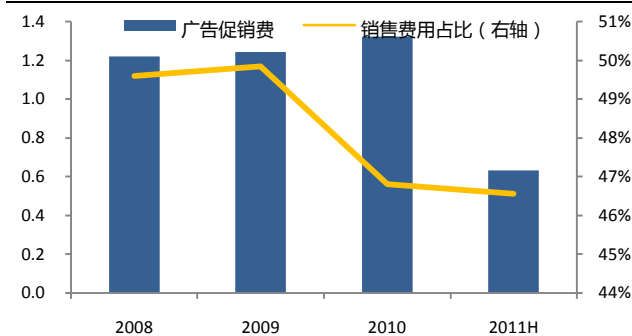
场的收入增长。

4. 启用新标识、渠道下沉助力战略升级

4.1. 启用新标识扩展品牌内涵

2011年6月公司在北京发布新的洽洽品牌新形象，新品牌与2003年启用品牌形象最大的差异是以一个象形图案突出了主题。新标志造型一方面以手的造型描绘着吃休闲食品的轻松状态；也可联想为一个充满活力和阳光健康的吉祥物；还有以嘴巴代表品尝食品的味觉享受和分享美食的快乐气氛，传递“快乐的味道”。

图 26 洽洽食品广告促销费用和占比（亿元）



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

图 27 洽洽食品品牌标识演变路径



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

我们认为快速消费品行业公司需要树立一个经典形象来加深和培养消费者的消费文化，最终达到品牌文化营销的目的。我们也看到在快消品领域成功的品牌都有一个经典的传统形象，深入人心。公司本次启用新的品牌标识正好切合公司战略升级的背景，将品牌的内涵从炒货领域提升至休闲食品。我们认为新的品牌形象启用后会对终端销售有积极影响。

图 28 江苏卫视投放喀吱脆广告



数据来源：江苏卫视、安信证券研究中心

图 29 湖南卫视投放凉茶瓜子广告



数据来源：湖南卫视、安信证券研究中心

公司采取娱乐营销为主的营销策略，媒体广告主要在湖南卫视和江苏卫视投放，这两家卫视公司的鲜明特点均是娱乐节目的收视率全国领先。公司认为休闲食品的消费群体和娱乐节目观众有着极高的重叠性，广告营销的效果更好。

4.2. 县乡渠道持续下沉

公司全国市场主要集中在一、二线城市，一、二线城市人均收入水平较高，因此公司

首选选择进入一、二线城市市场。近几年年县乡市场增长较快，公司也加强了县乡市场的开拓。公司按照 GDP 水平、人均收入水平等指标在全国选择了 600-700 个县乡市场作为重点市场来开拓。

公司在县乡市场采取类似直销的模式，一个县乡市场配置 1-2 个销售代表，通过销售代表直接对终端零售商配货和管理。按照潜在市场数量测算，我们估计公司至少需要增加 1000 名销售人员才能覆盖新增的县乡市场。今年公司的销售人员在 2010 年 1100 人的基础上将增加到 1600 人左右，2012 年销售人员将继续增长至 2000 人以上。销售人员的增长不仅是满足县乡市场渠道下沉的需要，同时也满足一二线城市渠道的精耕需要。

2010 年公司在县乡市场的收入接近 2 亿元，预计 2011 年县乡市场收入可以增长至 4 亿元。按照成熟县乡市场年销售额规模 150 万元推算，我们预计县乡市场潜在空间可以达到 10 亿元。

5. 公司盈利预测与估值

5.1. 洽洽食品的盈利预测

洽洽食品盈利预测的关键假设：

- 1、假设葵花子业务 2011 年收入增长 30%、2012 年增长 23%、2013 年增长 18%，收入增速的下降主要因为基数增长；假设薯片业务 2011 年实现收入 4.78 亿元，2012 年收入 8.7 亿元，2013 年收入 12.3 亿；假设公司 2011 年实现销售收入 30.7 亿，2012 年实现收入 40.5 亿，2013 年实现收入 49.9 亿。
- 2、假设 2011 年葵花子业务 2011 年毛利率 28.8%，不考虑未来的提价因素，假设葵花子业务 2012 年毛利率 29.1%，2013 年毛利率 29.5%；预计 2011 年下半年薯粉原料会下降，假设薯片业务 2011 年毛利率 22.7%，假设 2012 年毛利率 27.6%，2013 年毛利率 30.1%，薯片业务毛利率的增长与产品结构升级有关。假设公司 2011 年经营毛利率 26.9%，毛利率同比小幅下降主要因为薯片业务收入增长，但毛利率暂时低于葵花子业务，假设 2012 年经营综合毛利率 27.7%，假设 2013 年经营综合毛利率 28.9%。
- 3、假设公司 2011 年销售费用占比为 13%，2012 年销售费用占比为 12.9%，2013 年销售费用占比为 12.8%；假设公司 2011 年管理费用占比为 4.9%，2012 年管理费用占比 4.7%，2013 年管理费用占比 4.7%。
- 4、假设公司 2011 年所得税实际税率为 23%，因为部分子公司享受税收优惠。假设 2012 年、2013 年所得税实际税率 25%。

表 5 洽洽食品收入预测表

营业收入预测表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
炒货业务					
葵花子销量（万吨）	7.84	10.71	12.89	15.07	17.26
增速（%）	-24.00%	36.58%	20.39%	16.95%	14.49%
葵花子销售均价（万元/吨）	1.55	1.54	1.67	1.75	1.80
增速（%）	10.87%	-0.33%	8.00%	5.00%	3.00%
葵花子销售收入（百万元）	1212.98	1651.15	2146.94	2636.37	3109.00
增速（%）	-15.74%	36.12%	30.03%	22.80%	17.93%
葵花子毛利率（%）	29.36%	28.45%	28.78%	29.12%	29.47%
西瓜子销售收入（百万元）	150.43	176.15	195.38	251.14	305.70

增速 (%)	-20.39%	17.10%	10.92%	28.54%	21.73%
西瓜子毛利率 (%)	37.69%	41.21%	33.04%	36.29%	37.53%
南瓜子销售收入 (百万元)	45.83	34.37	41.65	52.98	64.90
增速 (%)	-36.27%	-24.99%	21.17%	27.20%	22.50%
南瓜子毛利率 (%)	24.95%	12.46%	10.20%	11.04%	11.47%
坚果销售收入 (百万元)	25.91	19.75	13.33	15.07	16.72
增速 (%)	-48.01%	-23.75%	-32.50%	13.00%	11.00%
坚果毛利率 (%)	26.99%	21.39%	10.69%	21.92%	23.07%
休闲食品					
豆类销售收入 (百万元)	39.22	59.57	69.49	116.58	153.26
增速 (%)	-54.84%	51.88%	16.65%	67.77%	31.47%
豆类毛利率 (%)	17.25%	12.01%	18.09%	18.89%	19.69%
薯片销售收入	0.00	75.87	477.99	870.05	1233.29
增速 (%)			530.00%	82.02%	41.75%
薯片毛利率 (%)		15.15%	22.69%	27.55%	30.05%
花生销售收入 (百万元)	17.90	16.70	14.42	18.68	25.12
增速 (%)	-51.85%	-6.70%	-13.64%	29.55%	34.44%
花生毛利率 (%)	28.18%	22.08%	25.82%	27.17%	28.49%
派类销售收入 (百万元)	50.05	29.33	22.88	28.60	31.45
增速 (%)	-46.90%	-41.40%	-22.00%	25.00%	10.00%
派类毛利率 (%)	23.97%	17.42%	9.00%	15.00%	16.00%
营业收入 (百万元)	1649.35	2143.82	3066.71	4046.82	4999.69
增速 (%)	-18.58%	29.98%	43.05%	31.96%	23.55%
营业成本 (百万元)	1187.78	1557.53	2240.99	2925.31	3550.55
营业毛利率 (%)	27.98%	27.35%	26.93%	27.71%	28.98%

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

5.2. 洽洽食品估值比较

表 6 洽洽食品相对估值法的估值对比表

公司名称	市值	EPS		净利润增速		PE		PS
	亿元	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
双塔食品	31	0.45	0.69	25.1%	54.6%	56.8	36.8	8.2
涪陵榨菜	30	0.36	0.48	42.8%	34.5%	53.4	39.7	5.5
天宝股份	40	0.53	0.75	60.1%	43.1%	33.0	23.1	3.5
黑牛食品	39	0.34	0.46	20.4%	35.4%	48.0	35.5	6.1
安琪酵母	108	0.93	1.27	35.6%	36.0%	38.0	27.9	5.1
恒顺醋业	18	0.25	0.37	-33.0%	48.4%	58.0	39.1	1.6
三全食品	73	0.66	0.89	39.1%	35.0%	59.2	43.9	3.8
晨光生物	29	0.71	0.98	29.8%	38.5%	45.1	32.6	4.9
平均	46	0.53	0.74	27.5%	40.69%	48.9	34.8	4.8
洽洽食品	67	0.59	0.77	50.3%	31.90%	43.9	33.8	3.1

数据来源：公司年报、wind、安信证券研究中心

预计公司 2011 年全面摊薄的每股收益为 0.77 元，对应 11 年的动态 PE 为 33.8 倍，而食品饮料行业可比上市公司 2011 年的动态 PE 平均为 34.8 倍，公司短期估值合理。但薯片业务处于开拓期，预计 2012 年薯片业务将进入利润贡献期。我们看好公司战略升级前景，运作模式成熟后具备可复制性，估值可给溢价。公司未来还可能控制上游资源做产业链整合者，或者采取并购的外延扩展成长路径。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-6-18		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,649.3	2,143.8	3,066.7	4,046.8	4,999.7	成长性					
减: 营业成本	1,187.8	1,557.5	2,241.0	2,925.3	3,550.6	营业收入增长率	-18.6%	30.0%	43.0%	32.0%	23.5%
营业税费	1.7	2.6	3.3	4.5	5.6	营业利润增长率	-9.4%	56.2%	45.8%	50.0%	39.0%
销售费用	248.9	282.0	401.4	527.3	650.5	净利润增长率	-2.6%	50.1%	31.8%	49.0%	38.3%
管理费用	77.0	106.6	152.1	194.2	235.0	EBITDA 增长率	-5.9%	38.1%	25.9%	46.9%	39.1%
财务费用	12.5	1.8	-14.6	-27.1	-29.5	EBIT 增长率	-11.5%	43.2%	36.9%	48.0%	41.0%
资产减值损失	-2.1	0.3	2.2	0.6	1.2	NOPLAT 增长率	-8.7%	36.6%	24.6%	46.0%	40.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.6%	48.2%	80.3%	29.8%	8.0%
投资和汇兑收益	-	-	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	15.2%	38.7%	342.1%	9.8%	11.2%
营业利润	123.6	193.0	281.4	421.9	586.3	利润率					
加: 营业外净收支	9.0	6.0	5.0	2.0	1.0	毛利率	28.0%	27.3%	26.9%	27.7%	29.0%
利润总额	132.6	199.0	286.4	423.9	587.3	营业利润率	7.5%	9.0%	9.2%	10.4%	11.7%
减: 所得税	25.4	37.3	71.6	106.0	146.8	净利润率	6.1%	7.1%	6.5%	7.4%	8.3%
净利润	101.3	152.1	200.5	298.8	413.1	EBITDA/营业收入	10.2%	10.9%	9.6%	10.6%	12.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	8.2%	9.1%	8.7%	9.8%	11.1%
货币资金	227.1	192.1	1,823.1	1,855.4	2,140.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	50	42	36	37	37
应收账款	38.9	44.3	85.0	97.0	120.5	流动营业资本周转天数	15	18	29	34	35
应收票据	-	2.4	1.6	2.2	3.7	流动资产周转天数	159	119	201	241	221
预付账款	25.9	45.7	29.4	-37.5	-58.0	应收账款周转天数	10	7	7	7	7
存货	314.4	531.2	674.8	884.3	1,117.7	存货周转天数	84	71	71	69	72
其他流动资产	-	-	-0.0	-	-	总资产周转天数	229	183	264	307	279
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	81	77	90	101	96
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	25.9%	28.2%	8.5%	11.4%	14.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.1%	13.2%	6.5%	8.8%	10.7%
固定资产	251.0	248.2	357.8	481.2	548.9	ROIC	31.8%	44.2%	37.2%	30.1%	32.6%
在建工程	3.3	46.4	201.8	229.1	155.5	费用率					
无形资产	91.1	89.0	83.2	77.7	72.6	销售费用率	15.1%	13.2%	13.1%	13.0%	13.0%
其他非流动资产	10.8	22.7	7.6	8.0	8.2	管理费用率	4.7%	5.0%	5.0%	4.8%	4.7%
资产总额	962.4	1,222.0	3,284.4	3,617.3	4,129.5	财务费用率	0.8%	0.1%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
短期债务	183.9	170.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	20.5%	18.2%	17.6%	17.2%	17.1%
应付账款	172.4	264.3	422.2	490.7	622.3	偿债能力					
应付票据	40.0	38.3	79.4	91.3	108.0	资产负债率	57.0%	53.0%	22.8%	23.0%	25.0%
其他流动负债	98.0	117.5	186.9	230.4	302.8	负债权益比	132.7%	112.9%	29.5%	29.9%	33.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.17	1.32	3.52	3.26	3.08
其他非流动负债	29.3	29.7	4.4	-26.9	-45.6	速动比率	0.56	0.46	2.61	2.23	2.05
负债总额	548.8	648.1	747.6	832.4	1,032.6	利息保障倍数	10.90	107.66	-18.25	-14.58	-18.90
少数股东权益	39.3	48.5	62.8	81.9	109.3	分红指标					
股本	150.0	150.0	260.0	260.0	260.0	DPS(元)	-	-	0.54	0.27	0.49
留存收益	224.3	375.4	2,214.0	2,443.0	2,727.6	分红比率	0.0%	0.0%	70.0%	23.3%	31.1%
股东权益	413.6	573.9	2,536.7	2,785.0	3,096.9	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	107.2	161.7	200.5	298.8	413.1	EPS(元)	0.68	1.01	1.00	1.15	1.59
加: 折旧和摊销	32.7	38.1	26.3	35.6	41.9	BVPS(元)	-	-	9.52	10.40	11.49
资产减值准备	-2.1	0.3	2.2	0.6	1.2	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	10.6	1.2	-14.6	-27.1	-29.5	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	5.9	9.6	14.3	19.2	27.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	174.1	-98.0	90.8	-71.1	-38.9	CAGR(%)	43.7%	39.7%	39.0%	34.7%	31.0%
经营活动产生现金流量	286.4	103.1	319.4	256.0	415.2	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-49.6	-81.0	-311.1	-181.1	-31.1	ROIC/WACC	8.5	11.8	9.9	8.0	8.7
融资活动产生现金流量	-232.2	-34.1	1,622.7	-42.6	-99.1	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034